



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药:化学药

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

*寇嘉桦、焦阳为本报告重要贡献者

华润双鹤投资者业绩交流 会议纪要

我们参加华润双鹤(600062.CH/人民币 21.01, 未有评级)投资者业绩交流会, 与管理层就公司业绩与发展计划进行交流, 纪要如下:

一、公司中报业绩:

公司 1-6 月实现主营营业收入 36.67 亿元, 同比增长 25.90%, 其中工业收入 20.24 亿元, 同比增长 19.51%, 商业收入 16.43 亿元, 同比增长 34.78%; 归属于母公司净利润 2.96 亿元, 同比增长 13.91%; 实现每股收益 0.59 元。

公司传统三大领域稳健增长, 新进入的儿科领域高速增长。心脑血管领域报告期营收 4.52 亿元, 其中 0 号销量完成 5.6 亿片。大输液领域报告期营收 12.4 亿元, 同比增长 31%; 销量完成 7.6 亿瓶袋, 同比增长 55%, 其中共混袋、软袋输液增长显著, 同比增长 86%, 塑瓶同比增长 65%; 治疗性输液增长速度加快, 收入已达到输液领域收入的 22%。内分泌领域报告期营收 1.04 亿元, 同比增长 18%, 其中糖适平销量完成 1.1 亿片, 同比上升 30%, 恢复至历史水平。新兴业务儿科用药领域报告期营收 8,275 万元, 同比增长 101%。其中珂立苏、小儿氨基酸皆实现 100% 以上的增长。

受招标等因素影响, 公司报告期毛利率同比下降 3.71 个百分点至 30.89%, 报告期销售费用率同比下降 2.71 个百分点至 14.08%; 管理费用率为 5.43%, 同比基本持平; 受此影响净利率微降 0.95 个百分点至 9.11%。

二、投资者交流:

1. 重点产品销售情况:

公司重点产品按照不同推广进度可分为成熟期、成长期、重点培育期、投入期四类。除输液品种外, 成熟期 3 个品种合计稳定增长。0 号由于竞品进入基药与宣传原因, 销售额有待提升, 公司将加强医生教育与终端推广, 拉动销售。

成长期 10 个品种快速增长。预计盈源、一君、珂立苏、氨溴索等产品今年销售额有望过亿, 小儿氨基酸、转化糖、果糖产品今年销售额有望过 5,000 万。

重点培育期 3 个品种进展较为顺利。其中匹伐他汀目前已做了多个省的医保工作, 并在北京、辽宁、江西等省份形成销售, 公司此前做了大量积蓄性的工作。我们认为该产品有望成为公司业绩增长新的支撑点, 期待该产品放量。

投入期的 5 个品种工作成果显著。潜力品种三合一已通过新版 GMP 认证, 下半年拟上市, 我们预计三合一将成为公司利润增长新的支撑点。复方降糖药、环酯红霉素拟下半年上市, 依达拉奉明年上半年有望上市。

2. 公司重点发展方向:

一是产品, 加强潜力品种推广与后续品种培育, 完善产品线梯队, 尝试与外部资源合作, 力争每年新上市 2-3 个品种。

二是网络，目标至 2015 年掌控超过 3,000 家二级医院；打造 VIP 的 200 家重点医院；掌控 5,000 家乡镇卫生院，1,000 家社区医院；覆盖 10,000 家药店。目前在积极提升相关终端单产。

3. 对大输液行业的看法：

大输液整个行业增速 5-6%，行业增长点在农村与社区；目前行业前 10 名占到市场份额的 60%左右，集中趋势明确。包装结构改变与新版 GMP 的强制实施加速行业内小企业退出，而小企业的退出与农村基层用量增大使得行业排名靠前的企业增速较快。

目前趋势是塑瓶替代玻瓶，将来软袋有可能一定范围内替代塑瓶，此后各品类逐渐趋于在合理营业空间内稳定竞争。目前玻瓶营收占公司总营收不到 10%，塑瓶、软袋占比不断提升。

4. 产能安排情况：

已有 11 条生产线通过新版 GMP 认证，其中今年上半年通过了 9 条线。

今年上半年新上马了 3 条软袋生产线，其中 2 条已通过新版 GMP 认证，可保证明年软袋销售；新上马了 3 条塑瓶生产线，计划今年年末全部通过新版 GMP，保证塑瓶明年市场供应；817 市场销售上升较快，在原有产能基础上拟改造 1 条生产线生产，可满足市场明年供应。

5. 毛利率的变化：

招标等因素导致毛利率同比下降。但上半年公司持续加强成本管理，包括按全年预算进行大宗物料集中采购，补充大宗供应商参加遴选，加大生产线技改提升产能等，生产制造成本价差有所下降。

6. 营销结构调整解读：

公司以市场与客户为中心进行营销结构调整，改原有三大销售组织模式为六条线销售组织模式，营销资源集中，执行主体扁平化，由总部直接考核。

六条线包括北京线、外阜线、输液线、肾科线、代理线、商务推广线（向基层倾斜）等，就上半年销售情况看，六条线运作良好。

7. 长富运作情况：

上半年实现数百万的净利润，运作情况良好。相对收购前，腹膜透析液与平衡液成本均有所下降，产能开工饱满，未来有进一步提升产能计划。公司在积极与卫生部、中华医学会等部门就建设省级透析中心等项目合作，预计未来肾科线将成为公司业务重点之一。

8. 公司在华润集团内定位：

公司定位为化学药平台，与华润三九(000999.CH/人民币 23.00, 买入)一样定位为一级子公司，归属华润集团与华润医药双重直管。

近年来公司基础大输液产品对于公司净利润贡献占比已逐渐降低，治疗性大输液、心脑血管治疗制剂等高毛利产品净利润贡献占比逐步提升；随着大输液品种招标价格见底、成本控制加强、营销组织架构运作效率提升以及高毛利品种持续放量，未来公司净利率水平将逐渐上升。三合一、匹伐他汀等潜力品种未来放量可期，我们十分看好其对于公司未来净利润增长的贡献。我们建议投资者积极关注。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	5,366.80	6,383.38	7,368.31	8,427.31	9,765.67
变动(%)	6.53	18.94	15.43	14.37	15.88
归属母公司的股东净利润(百万元)	520.09	529.00	609.18	714.25	824.62
变动(%)	15.20	1.71	15.16	17.25	15.45
每股收益(元)	0.910	0.925	1.065	1.249	1.442
市盈率(倍)	31.32	16.86	19.73	16.82	14.57
每股经营现金流(元)	0.892	0.895	0.892	1.020	1.210

资料来源: 公司数据及万得资讯

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371